

【決算説明】

当日配付された決算説明資料に基づき、資産運用会社社長の堀江が説明を行いました。

決算説明の内容は、東急リアル・エステート投資法人ホームページにおいて音声配信を行っております。

なお、決算説明資料の構成に関し、前回の説明会(2011年9月14日開催)から変更があった主な箇所は、以下の通りです。

- ・「投資方針(P.3)」を刷新
- ・「渋谷圏所在物件マップ(P.11)」を新設
- ・「電力対策(P.31)」を新設
- ・「オフィスビルストックの概況(P.74、P.75)」を新設

【質疑応答】

<質問者 A>

(質問 A-1) TOKYU REIT 蒲田ビルと木場永代ビル等で、稼働率の下落が見込まれているが、今後のリーシングの見通しについて教えて頂きたい。

(回答) 稼働率が落ちる物件の中で、ある程度見通しがつくのではないかと思われる物件は、レキシントン青山、麴町スクエア、TOKYU REIT 新宿ビルである。一方、TOKYU REIT 蒲田ビル、木場永代ビルについては、リーシング活動をスタートさせたが、まだテナントが入っており、(テナント候補や仲介業者の方々に)ビルの内部を見ていただくことができないため、本格的な活動はこれからである。

TOKYU REIT 蒲田ビルについては、羽田へのアクセスが良いので、羽田をよく使われるテナントがターゲットとなる。また、震災以降、川崎市で計画停電があったこともあり、川崎エリアからのテナント誘致も考えたい。木場永代ビルについては、大手町からのアクセスが良いので、統合ニーズ等を狙ってリーシングをしたい。

ただ、前回の説明会(2011年9月開催)でも申し上げた通り、都心5区と比較すると、(それ以外の)18区はリーシングに時間がかかる見込みである。そのあたりを留意して、施策を図っている。具体的には、プロパティ・マネジャー(PM会社)のリーシング活動に加え、テレマーケティング手法等を使って、関心を示していただいた会社に、運用会社のスタッフが直接訪問している。

(質問 A-2) 物件入替に関し、売却対象物件を選ぶ際の基準があれば教えて頂きたい。

(回答) 築年が進んだ物件や、立地が劣る物件が対象となり、こうした物件については、積極的に考えていきたい。一昨年に先行取得した4物件について、圧縮記帳も可能なので、そういった手法も含めて検討したい。また、オフィスを売却して商業施設を取得する等、用途を跨いだ入替もあってよいと考えている。

<質問者 B>

(質問 B-1) りそな・マルハビルを売却してから、東急 REIT のポートフォリオの安定性が失われたという印象がある。加えて、今後のオフィスマーケットにおいて、A クラスビルの供給がかなりあると思われる。そのような中、東急 REIT のポートフォリオの相対的な競争力が、今後、どのようになっていくのかについて教えて頂きたい。

(回答) まず、りそな・マルハビルについては、築年やタイミング、更にはメインテナントが退去するという事情から、売却に至った。これはご理解いただけることかと思っている。しかしながら弊社は、S クラス・A クラスのビルに興味を失った訳ではなく、機会があれば是非取得したいと考えている。

相対的な競争力については、いろいろな角度から見た競争力に留意すべきであるが、そのひとつの切り口が駅近であると考えている。東急 REIT では、オフィスについては駅から徒歩 7 分以内という基準を持っており、りそな・マルハビルの売却以降、駅から徒歩 2 分以内の物件にのみ投資をしている。当然、S クラス・A クラスといった、スペックという要素も大事ではあるが、競争力はそれだけではない。

10 年前のオフィス市況とは異なり、テナントの入替が常に発生する時代である。いかに空室期間を短縮し、インカムゲインを稼ぐかが大事であり、その場合に、駅近はひとつのポイントであり、物件の入替にあたってはそのあたりも留意したい。

(質問 B-2) 東京急行電鉄との関係について、渋谷ヒカリエの竣工が控えているが、今後、東京急行電鉄から東急 REIT への物件供給の蓋然性について、教えて頂きたい。

(回答) 東京急行電鉄とは継続的に協議を行っている。東京急行電鉄は、様々なところで開発を手がけているが、B/S を膨らませるのでなく、B/S を回転させていくことで、沿線価値を向上させ、鉄道を使ってくれる沿線住民を維持・増加させるものとする。B/S の高度利用が東京急行電鉄のテーマであると考えており、中長期的に物件を保有していく主体として、東急 REIT は大いに期待されていると考える。

渋谷ヒカリエのような物件が東急 REIT に供給されれば嬉しい一方で、新築の物件は、新築ならではの賃料プレミアムがあり、テナントが入れ替わる際に、プレミアムが剥落するリスクがある。その部分がキャップレートで十分に反映されていれば良いのだが、そうでない場合、新築の物件は少し割高に見えてしまう。賃料水準がどのあたりに設定されているかにもよるが、このあたりに留意する必要がある。また、償却負担が重いということもある。

渋谷エリアの魅力は今後更に高まるが、新築だからといって飛びつく訳ではなく、ハードの良さ、見かけの良さのみならず、アクセス、賃料水準の妥当性、物件が立地するエリアのポテンシャルやキャップレート等、総合的な視点で検討していきたい。

<質問者 C>

(質問 C-1) 昨今、キャップレートが低下傾向だが、今後のキャップレートの低下余地について、どのように考えているか、特に貴社のオフィスのポートフォリオについて、教えて頂きたい。

(回答) データブックの P.22 をご覧頂きたい。第 17 期末の全体のキャップレートは 4.82% であり、都市型商業施設が 4.42%、郊外型商業施設が 5.80%、商業施設全体で 4.79%、また、オフィスが 4.84% である。オフィスについては、過去いちばん低いときで、4.32% であっ

た。もちろん、東急 REIT のオフィスのポートフォリオが入れ替わっているのですが、単純比較はできないものの、次の好況期に至るまでで、概ね半分程度の戻し（低下余地）はあるのではないかと考えている。2004 年以前はキャップレートが高い時代もあったが、これには、不透明な市場に対するリスクプレミアム相当が含まれていた。しかし、近年不動産マーケットの透明度が向上し、それにより切り下がったキャップレートの部分までは戻らない（上昇余地はない）と考える。

キャップレートの計算に関しては、収益還元法による評価のトラックレコードが一巡したところであり、地域間やスペック毎等の差異は、この 10 年間で蓄積されたデータにより、精緻な計算が求められると思うし、そうあるべきであると考えます。

今後も、賃料が下落するリスクと賃料が回復するリスクとの両方を織り込んでキャップレートの計算をしていかなければならず、動的な分析が必要である。一概には言えないが、トータルリターンや、今後の需給等を見て、キャップレートのあるべき水準を模索していきたい。

話は逸れるが、東京のオフィスの需給ということに関し、震災を経て旧耐震ビルの行方がテーマとなる。東京都の「耐震マーク」は、全体の約 8 割の物件に交付されるようだが、残りの 2 割は交付されず、旧耐震のビルにとって大変厳しいものである。こうした動きは REIT にとっては追い風かもしれない。

また、今後、旧耐震ビルの耐震補強、或いは建替が進むと思うが、建替により、新しく建つものがオフィスビルになるとは限らない。月坪 1 万円のエリアであれば、有効率等を考慮すれば、賃貸住宅の方が向いているかも知れない。そうした場合、オフィスの中長期的な市況においてはポジティブである。

(質問 C-2) TOKYU REIT 蒲田ビル、木場永代ビル、TOKYU REIT 新宿ビルの稼働率が低下することだが、退去テナントの行き先、退去する理由について教えて頂きたい。特に、木場永代ビルと TOKYU REIT 新宿ビルは最近取得した物件であり、テナントの退去を予測できなかったのか、また、テナントを引き留めることができなかったのか、そのあたりの状況を教えて頂きたい。

(回答) TOKYU REIT 蒲田ビルのテナントについては、メーカー系企業が横浜に移転することによるものである。木場永代ビルのテナントについては、都心部に移転するという、アップグレードの移転であったようである。また、TOKYU REIT 新宿ビルについては、営業店舗として使われていたが、エリア内の店舗の統合等による移転のようである。木場永代ビルについては、外資系の会社であり、気に入っていただいていると考えていたが、震災に対して敏感に反応されたようで、残念ながら解約に至った。また、TOKYU REIT 新宿ビルについては、駅東側の商業エリアに位置し、流動性が高いため、入替の発生は想定内と考える。

(質問 C-3) 他社では賃料ギャップの減少が見受けられる一方で、御社のオフィスのポートフォリオを見ると、賃料ギャップが減っていない。これは、テナントの回転が相対的に少ないということがあるのかも知れないが、それ以外に理由があれば教えて頂きたい。

(回答) これはプロパティ・マネジャー (PM 会社) が交渉をがんばっており、継続賃料で 6%~7%程度の上落幅で済んでいるからといえる。また、市場全体の賃料が下がってくると、そのギャップが意外と減らないということになる。もちろん、ご指摘の通り、比較的稼働率が高い、或いはテナントの入替が少ないということも理由のひとつである。

そのため、賃料ギャップが高いということが一概に悪いことと言えるのかは疑問である。その他、弊社の場合は、ポートフォリオの 30%を占めている定期借家契約も含め、全ての契約をカウントしているため、それも影響している。他社と比較する場合、何が含まれていて、何が含まれていないかの検討をお願いしたい。

また、テナントも、賃料水準だけで移転、解約の判断をする訳ではない。移転には、金銭的、心理的なハザードがある。退去の際に原状回復費用が発生し、また、内装工事を行っている、その分が B/S に残っており、移転するとなると除却しなければならない。こうした経済的な事情もある。

東急 REIT のオフィスを気に入っていただいていることで、テナントの入替が少なくなり、結果として賃料ギャップが残ってしまうということに繋がっているのではないかと考える。

(オフィスに関する新規市場賃料は、シービーアールイー株式会社が個別物件毎に査定した賃料の中間値を採用している。また、商業施設に関する新規市場賃料は、個別性が強いため、各種第三者レポート等により資産運用会社が作成している。)

<質問者 D>

(質問 D-1) 満室に至っていない TOKYU REIT 虎ノ門ビル、麴町スクエアについて、どのようなテナントをターゲットにしているのか。また、テナントが決まるのはいつ頃であると見込んでいるのかについて教えて頂きたい。

(回答) 麴町スクエアの方が比較的テナントが早く決まってきた理由は、大口のテナントが退去する前に、1 階に入っていた別のテナントが先に退去したことによるものである。その結果、昨年 10 月に内覧会を行うことができた。

一方、TOKYU REIT 虎ノ門ビルについても、従前テナントが当初予定より早期に退去し、早期に原状回復工事ができたのは良かったが、本格的なリーシング活動に入れたのは 2 月からである。また、今年のゴールデンウィーク頃に、エントランス工事を予定している。現在、綺麗になった空室区画をお見せし、エントランスはパースをお見せすることでリーシング活動を行っているが、ゴールデンウィーク後は、リノベーション後のエントランスをお見せすることができる。具体的なターゲットは、複数フロアを借りていただけるような、大口の移転を狙っていきたいと考えており、幾つかの問い合わせをいただいている。麴町スクエアについては、確定的なことは言えないが、今の候補先との交渉が進めば、満室までそれ程多くの時間はかからないだろうと考える。

(質問 D-2) もし、TOKYU REIT 虎ノ門ビルと麴町スクエアで満室稼動になれば、千円ほどの分配金寄与につながると、前回の説明会(2011年9月開催)で話していたが、これに変わりはないか。

(回答) 当該 2 物件についてだけであればそうだが、他の物件で空室が出てきているので、分配金への寄与という意味では、当該 2 物件が満室になりさえすれば分配金がすぐに大きく増加する、という話にはならないだろう。

【運用状況の予想の主な前提条件】

- ・第17期末（平成24年1月31日）時点で本投資法人が保有している26物件から、第19期末（平成25年1月31日）までに異動（追加取得、保有物件の売却等）がないことを前提としている。
- ・営業収益における賃料水準については、近隣競合物件の存在、昨今の不動産市況の悪化等を勘案して算出している（既存テナントの今後の賃料減額可能性の一部を織り込んでいる）。
- ・フリーレント契約に係る会計処理は、フリーレント期間終了後に実際に収受した賃料を、当該賃料発生期間に収益計上する方法を採用している（期間按分は行わない）。
- ・予想稼働率には、既に新規の入居契約を締結しているものを除き、空室への入居を見込んでいない。また、解約予告を受けている区画についても、既に新規の入居契約を締結しているものを除き、退去日以降の空室を前提としている（第18期末及び第19期末の予想稼働率は、共に93.3%を想定している）。

以 上